



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kommunikation | Sverige | 25 november 2022

Talkpool

Fortsatt fokus på skuldreduktion

I stort oförändrad omsättning

Talkpool redovisar en omsättning för Q3 om EUR 5,8 m (5,8 m) motsvarande en tillväxt om 0,6%. Talkpool redovisade god utveckling i Tyskland och Pakistan, men omsättningen belastades enligt bolaget av det globala ekonomiska läget. Inom IoT-försäljningen såg bolaget viss belastning givet en osäker situation för fastighetsbolagen.

Fortsatt fokus på minskad skuldsättning

Talkpool redovisar EBITDA om ca EUR 0 m (0,4 m) och EBIT om ca EUR -0,1 m (0,3 m). Under kvartalet meddelade bolaget att den tidigare annonserade Pakistan-transaktionen för tillfället inte drivits genom, och att Talkpool därmed inte erhållit försäljningslikviden. I oktober meddelade Talkpool försäljningen av verksamheten i Nederländerna, som realiserar för en total likvid som uppskattas till EUR 1,1 m. Likviden ska användas till rörelsekapital samt för att reducera skuldsättningen.

Justerar estimat för transaktioner

Vi justerar våra prognoser för att reflektera försäljningen av verksamheten i Nederländerna som meddelades i oktober. Vi bedömer dock att det frigjorda kapitalet kan nyttjas för att förbättra den finansiella situationen, och gör vissa justeringar av prognosen för skuldsättningen. Vi gör inga justeringar i dagsläget för att reflektera potentiellt minskat ägande i Nordic Proptech. Vi bibehåller våra värderingsmultiplar, men våra estimatjusteringar medför att nytt motiverat värde om 9-10 kr per aktie.

Estimatändring (€)				Prognos (m€)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	9,0 - 10 kr	
Totala intäkter	25	-2,0	24	-13,0	Totala intäkter	25	25	24	Aktiekurs	5,5 kr	
EBITDA, just.	0	-78,0	1	-15,0	Intäktstillväxt	17%	2%	N.m.	Riskenivå	Medel	
Kommande händelser				EBITDA, just.				Kursutveckling 12 mån			
Q4 - rapport	10 mars 2023			EBIT, just.							
Bolagsfakta (m€)				EPS, just.				Intressekonflikter			
Antal aktier	6,8m			EPS-tillväxt				Yes No			
Börsvärde	3			EPS-marginal				Likviditetsgarant ✓			
Nettoskuld	5			ROE, just.				Certified adviser ✓			
EV	8			ROCE, just.				Transaktioner 12m ✓			
Free float	46%			EV/Sales							
Daglig handelsvolym, snitt	5k			EV/EBITDA							
Bloomberg Ticker	TALK SS EQUITY			EV/EBIT							
Analytiker				P/E, just.							
Hjalmar Jernstrom				FCF yield							
hjalmar.jernstrom@penser.se				Nettoskuld/EBITDA							

Investment case

Talkpool har de senaste åren ställt om IoT-fokus till att inriktas mot smarta byggnader. Genom förvärvet av Home Solutions har man skapat en stor aktör på den svenska marknaden för smarta byggnader. Utöver det fokuserar Talkpool på mer lönsamma produkt- och marknadsnicher, vilket förväntas bidra till en förstärkt lönsamhet framöver. Strukturellt gynnas bolaget av omställningen till 5G, som medför en kraftig ökning av antalet platser och som kräver service och underhåll, vilket ökar den adresserbara marknaden. Flera av marknaderna där Talkpool är aktiva har dessutom mycket god 5G-beredskap i termer av efterfrågan, reglering och tekniskt kunnande. Som en sista aspekt ställer bolaget om för ett geografiskt fokus mot huvudsakligen Europa.

Bolagsbeskrivning

Talkpools erbjudande omfattar design, sammansättning, installation och service av telekomnätverk på ett globalt plan. Talkpool tillhandahåller även produkter inom IoT-anslutningar, med ett huvudsakligt fokus på smarta byggnader. Talkpool har en bred geografisk exponering med väletablerade samarbeten med lokala partners. Bolagets huvudkontor ligger i Chur, Schweiz.

Värdering

Vi värderar Talkpool med en multipelbaserad ansats för 2023. Vi kompletterar vår multipelvärdering med en DCF-modell. Vi noterar att jämförelsebolag värderas till lägre multiplar, samtidigt som värderingarna för sektorbolag är på historiskt låga nivåer. Vi bedömer i likhet med tidigare ansats att Talkpool bör ha en viss rabatt mot liknande sektorbolag med hänsyn till t.ex. soliditeten och den relativt sett låga lönsamheten.

Vi applicerar en multipel om 0,5x försäljningen för 2023e (EV/Sales) och en EBIT-multipel om 10x, båda multiplar justerade med en rabatt om 15% och är oförändrade från föregående publikation. EV/Sales-multipeln om 0,5x motiverar ett värde om 10kr per aktie, och EBIT-multipeln om 10x motsvarar ett motiverat värde om 11 kr per aktie.

Vi adderar även en DCF-modell för att komplettera vår värderingsansats. Våra antaganden sammanfattas nedan och inkluderar en WACC om 14%, en tillväxt bortom prognosperioden om 1%, samt en långsiktig EBIT-marginal om 10%. Vår WACC om 14% baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt en extra riskpremie om 4%. Bolagsspecifikt är soliditeten låg i bolaget, även om man aktivt arbetar med att fortsätta reducera skuldsättningen. Marknadsspecifikt har bolaget en bred geografisk spridning med exponering mot marknader med låga marginaler vilket medför viss osäkerhet. Vi noterar dock samtidigt att om bolaget förbättrar den finansiella positionen finns det utrymme att justera avkastningskravet. Vi presenterar även en känslighetsanalys för våra antaganden kring rörelsemarginal, diskonteringsränta samt långsiktig tillväxt. DCF-modellen indikerar ett värde om 1,16 EUR per aktie. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 9-10 kr per aktie (13-14 kr).

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	9 564
PV of terminal value (perpetuity formula)	4 680
Enterprise value	14 244
Latest net debt	5 277
Minority interests & other	1 109
Equity value	7 858
No. of shares outstanding	6 778
Equity value per share (EUR)	1,16

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	6,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	3,0%
Tax rate	22%

Källa: EPB

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	13,0%	1,27	1,31	1,36	1,41	1,46
	13,5%	1,18	1,21	1,26	1,30	1,35
	14,0%	1,09	1,12	1,16	1,20	1,24
	14,5%	1,01	1,04	1,07	1,11	1,14
	15,0%	0,93	0,96	0,99	1,02	1,05

		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	13,0%	0,60	0,98	1,36	1,74	2,12
	13,5%	0,54	0,90	1,26	1,61	1,97
	14,0%	0,49	0,82	1,16	1,50	1,83
	14,5%	0,44	0,75	1,07	1,39	1,71
	15,0%	0,39	0,69	0,99	1,29	1,59

Källa: EPB

Känslighetsanalys: Multipelansats

		EV/EBIT 2023e (X)				
		6	8	10	12	14
Motiverat värde per aktie (SEK)		2,3	6,5	10,6	14,7	18,8

Källa: EPB

Kvartalet i detalj

Talkpool redovisade omsättning om EUR 5,8 m (EUR 5,8 m) och var därmed i princip oförändrad y/y. Bruttomarginalen stärktes y/y till 23%, men minskade sekventiellt med två procentenheter drivet av högre bensinpriser. EBITDA för Q3 var EUR 24 t (EUR 352 t). Nettoskulden vid utgången av Q3 var EUR 5,3m.

Efter kvartalets utgång sålde bolaget Dutch Camouflage i Nederländerna. Camouflage hade en omsättning om EUR 3,7m 2021. Transaktionen är till ett belopp om EUR 1,3 m, eller ca 0,35x försäljningen. Efter det att Talkpool i september meddelat att försäljningen i Pakistan inte blir av enligt förväntad tidsplan, meddelar bolaget i november att man ser över andra alternativ för att säkerställa likviden för återbetalning av bolagets obligationslån, vilket inkluderar aktier i bolagets IoT-verksamhet Nordic PropTech.

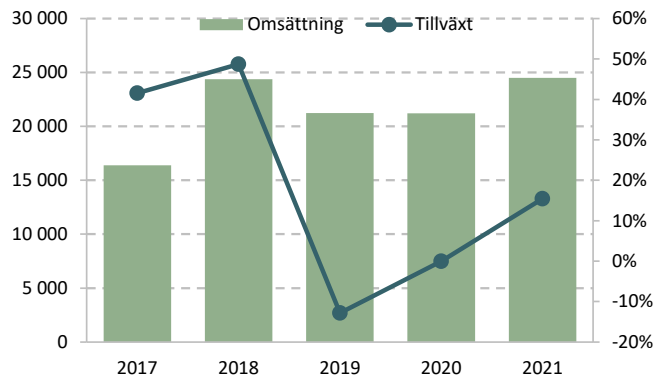
Estimatjusteringar

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar. Vi väljer mot bakgrund av transaktionen i Nederländerna att justera våra intäktsprognoser för att reflektera att försäljningen minskar efter transaktionen, och denna justering utgör den merparten av justeringarna för 2023. Vi justerar även våra intäktsestimat för att reflektera något lägre marknadstillväxt inom IoT. Vi väljer tills vidare att inte göra några justeringar relaterade till Pakistan-försäljningen samt den förestående potentiella effekten inom Nordic PropTech, men noterar att reducerade IoT-intäkter kan ha stor inverkan på koncernen, givet den goda lönsamheten samt den starka underliggande tillväxten för IoT-marknaden.

Table 1: Estimatjusteringar			
Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	25 431	23 957	25 394
Tillväxt	3,8%	-5,8%	6,0%
EBIT	275	1 341	2 047
Rörelsemarginal	1%	6%	8%
EPS	(0,03)	0,10	0,17
Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	25 958	27 515	29 166
Tillväxt	6%	6%	6%
EBIT	1 239	1 851	2 416
Rörelsemarginal	5%	7%	8%
EPS	0,05	0,14	0,18
Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-2%	-13%	-13%
EBIT	-78%	-28%	-15%
EPS	-162%	-24%	-6%

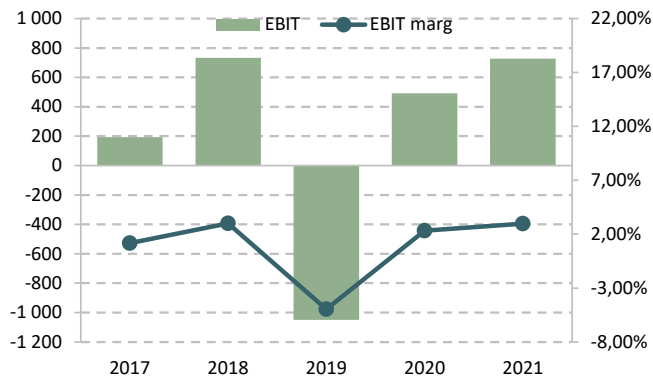
Source: EPB

Chart 1: Omsättning och tillväxt (EUR t)



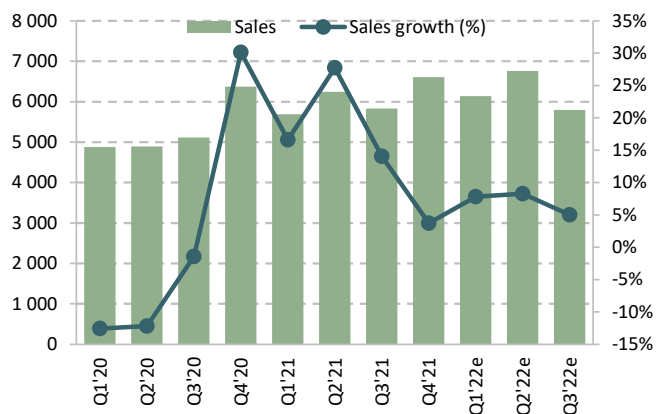
Source: Bolagsrapporter

Chart 2: EBIT och marginal (EUR t)



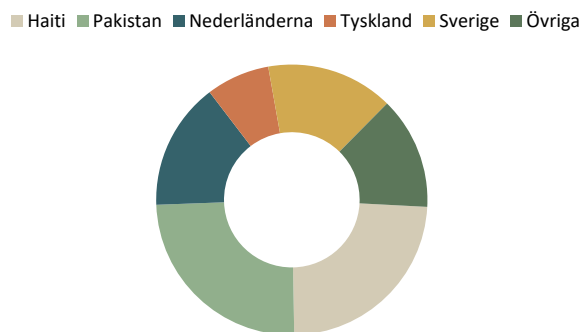
Source: Bolagsrapporter

Chart 3: Omsättning och tillväxt (EUR t)



Source: Bolagsrapporter

Chart 4: Omsättningsfördelning 2021 (%)



Source: Bolagsrapporter

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	16	24	21	21	25	25	24	25
Totala intäkter	17	24	21	21	25	25	24	25
Kostnad sålda varor	-13	-19	-17	-16	-19	-20	-17	-17
Bruttoresultat	4	6	4	6	6	6	7	8
Totala rörelsekostnader	-3	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-6
EBITDA	0	1	-1	0	1	0	1	2
EBITDA, justerad	0	1	-1	0	1	0	1	2
Totala avskrivningar	0	0	0	-1	0	0	0	0
EBITA, justerad	0	0	(2)	0	0	0	1	2
EBIT	0	0	-2	0	0	0	1	2
EBIT, justerad	0	0	-2	0	0	0	1	2
Finansnetto	0	-1	-2	-1	-1	0	0	-1
Resultat före skatt	0	-1	-3	-1	0	0	1	1
Resultat före skatt, justerad	0	-1	-3	-1	0	0	1	1
Total skatt	0	0	-1	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-1	-1	-4	-2	-1	-1	0	1
Nettoresultat, justerad	-1	-1	-4	-2	-1	-1	0	1

Källa: Talkpool, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	0	0	-2	0	0	0	1	2
Övriga kassaflödesposter	0	0	0	0	1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	2	-1	2	1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-2	0	0	-1	3	1	1	2
Investeringar	0	-1	0	0	-1	1	0	0
Fritt kassaflöde	-5	-1	0	-1	2	2	1	1
Nyemission / återköp	4	0	0	0	1	0	0	0
Förändringar av lån	2	2	2	1	-1	0	0	0
Kassaflöde	1	1	2	0	2	1	1	1
Nettoskuld	3	5	6	5	6	5	4	3

Källa: Talkpool, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	0	0	1	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	2	2	2	1	3	3	3	3
Varulager	0	0	1	1	1	1	1	1
Kundfordringar	9	8	6	5	4	4	4	4
Övriga omsättningstillgångar	3	3	3	3	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	1	1	1	2	2	3	4
Summa omsättningstillgångar	13	12	11	10	9	9	9	11
SUMMA TILLGÅNGAR	15	14	13	11	12	12	12	13
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2	1	-3	-2	-4	-4	-3	-2
Minoritetsintressen	0	0	0	1	1	1	1	1
Summa eget kapital	2	1	-3	-2	-2	-3	-2	-1
Långfristiga räntebärande skulder	1	4	4	2	3	3	2	2
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	4	4	2	3	3	3	3
Kortfristiga räntebärande skulder	2	2	3	4	4	4	4	4
Leverantörsskulder	3	3	3	2	2	3	3	3
Övriga kortfristiga skulder	5	5	5	4	4	4	4	4
Summa kortfristiga skulder	11	9	11	10	11	11	11	11
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	15	14	13	11	12	12	12	13

Källa: Talkpool, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	48%	N.m.	0%	17%	2%	N.m.	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	>100%	48%	N.m.	>100%	53%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	89%	>100%	N.m.	>100%	66%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	59%	62%	37%	>100%	>100%
Bruttomarginal	21,8%	24,0%	20,1%	26,0%	25,5%	23,1%	29,1%	32,1%
EBITDA-marginal	1,2%	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	1,1%	5,6%	8,1%
EBITDA-marginal, justerad	1,2%	3,0%	Neg.	2,3%	3,0%	1,1%	5,6%	8,1%
EBIT-marginal	0,2%	1,6%	Neg.	Neg.	1,4%	Neg.	4,4%	6,9%
EBIT-marginal, justerad	0,2%	1,6%	Neg.	Neg.	1,4%	Neg.	4,4%	6,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	11,7%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,7%	3,4%

Källa: Talkpool, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	>100%	76%	35%	20%	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	8%	Neg.	3%	14%	9%	29%	36%
ROIC, justerad	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	Neg.	57%	94%

Källa: Talkpool, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	2%	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Kundfordringar / totala intäkter	56%	34%	29%	24%	18%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	24%	14%	20%	13%	13%	14%	15%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	16%	8%	12%	4%	-1%	-1%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	2,8x	4,0x	4,9x	4,6x	5,3x	6,3x	5,2x	4,5x

Källa: Talkpool, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	3	5	6	5	6	5	4	3
Soliditet	14%	4%	-21%	-15%	-21%	-23%	-17%	-7%
Nettoskulsättningsgrad	1,4x	7,8x	-2,2x	-3,2x	-2,3x	-1,7x	-1,9x	-3,2x
Nettoskuld / EBITDA	15,2x	6,4x	-5,6x	10,6x	7,8x	16,6x	2,9x	1,3x

Källa: Talkpool, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,21	-0,32	-0,78	-0,32	-0,12	-0,08	0,06	0,13
EPS, justerad	-0,21	-0,32	-0,78	-0,32	-0,12	-0,08	0,06	0,13
FCF per aktie	-1,74	-0,18	0,01	-0,18	0,32	0,26	0,13	0,22
Eget kapital per aktie	0,65	0,12	-0,55	-0,31	-0,37	-0,41	-0,30	-0,13
Antal aktier vid årets slut, m	3,32	4,93	4,93	5,38	6,68	6,68	6,68	6,68
Antal aktier efter utspädning, snitt	2,77	4,12	4,93	5,15	6,03	6,68	6,68	6,68

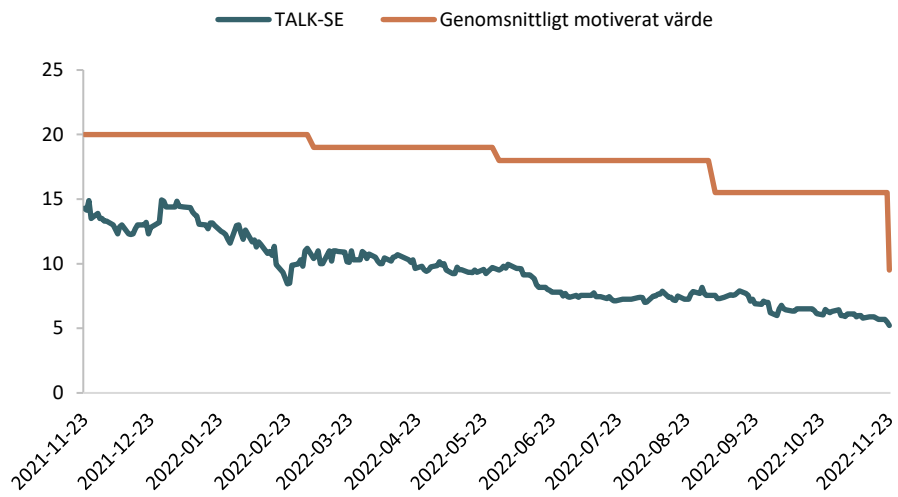
Källa: Talkpool, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8x	3,7x
P/EK	6,1x	18,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/FCF	Neg.	Neg.	139,4x	Neg.	4,3x	1,8x	3,6x	2,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	1%	Neg.	23%	54%	28%	45%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	1,3x	0,6x	0,7x	1,0x	0,6x	0,3x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	115,6x	21,6x	Neg.	45,4x	20,8x	28,4x	5,3x	2,9x
EV/EBIT, justerad	819,4x	39,6x	Neg.	Neg.	45,2x	Neg.	6,8x	3,4x
EV	22	16	14	22	15	8	7	6
Aktiekurs	3,9	2,3	1,6	2,7	1,4	0,5	0,5	0,5

Källa: Talkpool, EPB

Historik



Source: EPB, Factset

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se